

Pengujian *Investment Opportunity Set* (IOS)
dengan Kebijakan Disclosure, Kebijakan
Pendanaan dan Kebijakan Deviden

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat
Memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi



Diajukan oleh :

Nama : Kartika Herawati
NIM : C4 C00 1285

Kepada
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
2004

TESIS BERJUDUL

**PENGUJIAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* (IOS)
DENGAN KEBIJAKAN *DISCLOSURE*, KEBIJAKAN
PENDANAAN DAN KEBIJAKAN DEVIDEN**

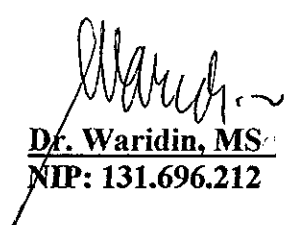
Yang dipersiapkan dan disusun oleh :


Nama : Kartika Herawati


N.I.M : C4 C00 1285

Yang telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 25 Februari 2004 dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Susunan Dewan Penguji


Dr. Waridin, MS
NIP: 131.696.212

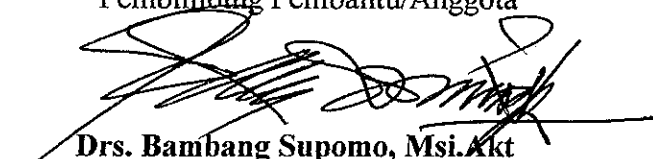

Dra. Indira Januari, MSi.Akt
NIP: 131.991.449


Drs. Sugeng Pamudji, MSi.Akt
NIP: 130.808.733

Pembimbing Utama/Ketua


Dr. Purbayu Budi Santoso, MS
NIP: 131.629.774

Pembimbing Pembantu/Anggota



Drs. Bambang Supomo, Msi.Akt
NIP: 131.804.394

Semarang, 1 Maret 2004

**UNIVERSITAS DIPONEGORO PROGRAM PASCA SARJANA
PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS AKUNTANSI**



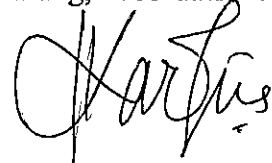
Ketua Program


Drs. Mohammad Nasir, MSi.Akt
NIP : 131.875.458

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini, menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya sendiri, tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu Perguruan Tinggi atau karya yang pernah ditulis/diterbitkan orang lain kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka. Karya ini adalah milik saya dan pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Semarang, Februari 2004



Kartika Herawati

HALAMAN PERSEMBAHAN

Pandanglah hari ini
Karena hari ini adalah kehidupan dari segala kehidupan
Dalam perjalanan yang singkat ini
Letakkanlah seluruh kenyataan yang ada pada kita
.....rahmat atas pertumbuhan kita.....
.....kemenangan dari tindakan kita.....
.....kemuliaan dari keberuntungan kita.....
sebab kemarin tak lain adalah mimpi
dan esok pagi hanyalah bayangan
tetapi kehidupan yang baik di hari ini adalah.....
membuat kemarin mimpi yang indah
dan esok hari menjadi bayangan yang penuh harapan
maka pandanglah baik-baik ini.....
Seperti di saat kita menyambut fajar.....

Kupersembahkan untuk Papa & Mama tercinta

*Atas seluruh cinta, kasih sayang dan perhatian yang telah
engkau berikan. Tiada hal yang terindah didunia ini selain
memberikan kebahagiaan dan kebahagiaan kepadamu.*

ABSTRACT

This research have two targets that are; first test influence of Investments Opportunity Set to decision making of disclosure policy between company grow and barren of. Second test difference of decision making for policy of financing and deviden policy of company grow and the company barren of. Factor analysis used for extrated proxy-proxy Investments Opportunity Set. Fifty companies which listing in Jakarta Stock Exchange as sampel in this research. Grouped to the company become company grow and the company barren of.

Research result indicated that Investments Opportunity Set have not an effect with policy of disclosure company. Therefore the company grow not yet more option of course to lay open information come company prospect (disclosure policy) compared to a company barren of. Examination result for the financing policy indicate that company grow to own compared to lower market debt/equity ratio of company barren of. Examination result at deviden policy is not found a result which signifikan, concluded not there are difference of deviden policy for the company grow and barren of .

Key Words : Investments Opportunity Set, factor analysis, disclosure policy, financing policy, deviden policy.

ABSTRAKSI

Penelitian ini memiliki dua tujuan yaitu; pertama menguji pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap pengambilan keputusan kebijakan *disclosure* antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Kedua menguji perbedaan pengambilan keputusan atas kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden pada perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh. Analisis faktor digunakan untuk mengekstraksi proksi-proksi *Investment Opportunity Set*. Lima puluh perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta sebagai sampel dalam penelitian ini. Perusahaan tersebut dikelompokkan menjadi perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh dengan kebijakan *disclosure* perusahaan. Oleh karena itu perusahaan tumbuh belum tentu lebih memilih untuk mengungkapkan informasi mendatang prospek perusahaan (kebijakan *disclosure*) dibanding perusahaan tidak tumbuh. Hasil pengujian untuk kebijakan pendanaan menunjukkan bahwa perusahaan tumbuh memiliki *market debt/equity* rasio yang lebih rendah dibanding perusahaan tidak tumbuh. Hasil pengujian pada kebijakan deviden tidak ditemukan hasil yang signifikan, disimpulkan tidak terdapat perbedaan kebijakan deviden untuk perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh.

Key Word : *Investment Opportunity Set*, analisis faktor, kebijakan *disclosure*, kebijakan pendanaan, kebijakan deviden.

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT, yang telah memberikan limpahan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan TESIS dengan judul, ”PENGUJIAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*, KEBIJAKAN *DISCLOSURE*, KEBIJAKAN PENDANAAN DAN KEBIJAKAN DEVIDEN“. Penulisan TESIS ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan untuk mencapai gelar Magister Sains pada Program Magister Sains Akuntansi, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang, disamping manfaat yang mungkin dapat dikembangkan dari hasil penelitian ini kepada pihak-pihak yang berkepentingan.

Penulis menyadari bahwa TESIS ini dapat selesai dengan dukungan moril maupun materiil. Oleh karena itu penulis mengucapkan banyak terimakasih kepada :

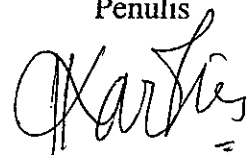
1. Bapak Dr. Purbayu Budi Santoso, MS, selaku dosen pembimbing utama yang telah menuntun dan memberikan saran-saran serta perhatian dalam penyelesaian tesis ini.
2. Bapak Drs Bambang Supomo, Msi, selaku dosen pembimbing anggota yang telah memberikan banyak dorongan dan masukan serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Untuk kedua orangtuaku, mas nurwanto, dik indri dan dik pipik yang dengan sabar memberikan doa, dukungan moril dan perhatian sehingga penulisan tesis ini dapat terselesaikan.

4. Teman-teman Angkatan VI Program Magister Sains Akuntansi UNDIP, terimakasih atas segala dukungannya (khususnya untuk pak rahmat,mbak cocom,florence terimakasih sekali atas segala bantuannya)
5. Semua pihak yang telah memberikan dukungan yang tidak dapat penulis sebutkan.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan, semoga amal ibadah kita mendapat ridho dari Allah SWT. Akhir kata teriring harapan semoga tesis ini memberikan manfaat dalam pengembangan ilmu pengetahuan, walaupun masih banyak kekurangan-kekurangan yang harus diperbaiki

Semarang, Februari 2004

Penulis



Kartika Herawati

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	iv
ABSTRACT.....	v
ABSTRAKSI.....	vi
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	6
1.3 Tujuan Penelitian.....	6
1.4 Manfaat Penelitian.....	7
II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS.....	8
2.1 Telaah Pustaka.....	8
2.1.1 Teori Akuntansi Positif.....	8
2.1.2 Teori Kontrak.....	10
2.1.3 Teori Sinyal.....	11
2.1.4 <i>Investment Opportunity Set</i> (IOS).....	11
2.2 Penelitian Sebelumnya dan Perumusan Hipotesis	
2.2.1 <i>Investment Opportunity Set</i> (IOS) dan Kebijakan Disclosure.....	15

2.2.2	<i>Investment Opportunity Set</i> dengan kebijakan pendanaan dan Deviden.....	21
2.3	Kerangka Pemikiran Teoritis.....	33
III	METODE PENELITIAN.....	34
3.1	Jenis dan Sumber Data.....	34
3.2	Populasi dan Sampel.....	34
3.3	Prosedur Pengumpulan Data.....	35
3.4	Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional.....	35
3.5	Teknik Analisis.....	36
3.5.1	Statistik Deskriptif.....	36
3.5.2	Uji Kualitas Data.....	37
3.5.3	Analisis Faktor.....	37
3.5.4	Uji Asumsi Klasik.....	38
3.5.5	Uji Hipotesis.....	40
IV	HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN	
4.1	Statistik Deskriptif.....	42
4.2	Penyeleksian Sampel Berdasarkan Nilai <i>Investment Opportunity Set</i> (Analisis Faktor).....	43
4.3	Uji Asumsi Klasik.....	45
4.4	Pengujian Hipotesis I dan Pembahasan.....	49
4.5	Uji Normalitas Data.....	50
4.6	Pengujian Hipotesis II dan Pembahasan.....	51
4.7	Pengujian Hipotesis III dan Pembahasan.....	53

V. KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

5.1	Kesimpulan.....	56
5.2	Keterbatasan.....	58
5.3	Saran.....	59
	Daftar Pustaka.....	60
	Lampiran-lampiran	

Daftar Tabel

Tabel 2.1	Rangkuman Penelitian Terdahulu.....	29
Tabel 3.1	Proses Pemilihan Sampel.....	35
Tabel 4.1	Statistik Deskriptif <i>Investment Opportunity Set</i> dan Variabel Kontrol.....	42
Tabel 4.2	<i>Pearson Correlation Coefficient</i>	43
Tabel 4.3	Analisis Faktor.....	44
Tabel 4.4	Uji Multikolinearitas – Tolerance dan VIF.....	46
Tabel 4.5	Uji Multikolinearitas – Coefficient Correlations.....	46
Tabel 4.6	Nilai <i>Durbin Watson</i>	47
Tabel 4.7	Hasil Uji <i>Park</i>	48
Tabel 4.8	Hasil Uji Normalitas dan Homogenitas Data.....	51
Tabel 4.9	Hasil Uji <i>Mann-Whitney</i> atas Kebijakan Pendanaan.....	52
Tabel 4.10	Hasil Uji <i>Mann-Whitney</i> atas Kebijakan Deviden.....	54

Daftar Gambar

Gambar 4.1	Grafik Scatterplot.....	49
------------	-------------------------	----

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Perkembangan pasar modal Indonesia semakin menarik bagi para investor untuk berinvestasi. Investasi di pasar modal menjanjikan tingkat pengembalian yang lebih besar dibanding membuka usaha baru melihat kondisi ekonomi dan pasar modal di Indonesia yang belum stabil saat ini. Investor lebih sering menggunakan analisis teknikal dibanding analisis *fundamental* sebagai dasar keputusan investasi di pasar modal. Hal tersebut terjadi karena penggunaan informasi yang dipublikasikan emitten untuk mengambil keputusan investasi relatif kecil.

Perusahaan - perusahaan yang *Go Public* di Bursa Efek Jakarta rata-rata belum menyajikan laporan yang transparan dan *fair*. Pasar modal di Indonesia dinilai sementara pengamat sebagai pasar modal yang masih lemah. Pasalnya informasi yang didapat pelaku pasar modal masih belum bisa didapat secara merata (Media Akuntansi, 2000). BAPEPAM sebagai Badan Pengawas Pasar Modal di Indonesia terus memperketat aturan bagi semua pihak yang terlibat di dalam pasar modal. BAPEPAM mengeluarkan peraturan yang membatasi penyampaian laporan tahunan perusahaan selama 90 hari. Jika melanggar aturan tersebut maka perusahaan yang melanggar diberikan peringatan serta denda. Hal ini diterapkan oleh BAPEPAM untuk melindungi para investor agar memperoleh informasi yang akurat sehingga segera dapat diketahui kualitas masing-masing perusahaan. Disamping itu juga untuk membantu agar investor dapat mengambil keputusan investasi dengan tepat.

Berbagai penelitian telah dilakukan terutama untuk menguji: kandungan informasi akuntansi (pengaruh informasi keuangan terhadap harga saham), deviden (pengaruh pembayaran deviden terhadap harga saham) dan hal-hal lain yang selalu dikaitkan dengan harga saham dan *return* saham. Sebagian besar bertujuan untuk menguji *efficient capital markets* yang mengembangkan penelitian Fama (1991). Masih sedikit penelitian pasar modal yang mengasosiasikan dengan kebijakan perusahaan, terutama dengan Set Kesempatan Investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS).

Investment Opportunity Set merupakan sekumpulan pilihan-pilihan investasi dimasa mendatang. Gaver dan Gaver (1993) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* suatu perusahaan merupakan sesuatu yang secara melekat bersifat tidak dapat diobservasi. Disebabkan oleh sifatnya yang tidak dapat diobservasi maka *Investment Opportunity Set* memerlukan proksi untuk menginterpretasikannya.

Smith dan Watts (1992) meneliti asosiasi antara *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan pendanaan, deviden dan kompensasi. Gaver dan Gaver (1993) menganalisis pada level perusahaan dan menggunakan gabungan ukuran perusahaan. Skinner (1993) juga melakukan penelitian terhadap hubungan antara pilihan prosedur akuntansi perusahaan dengan *Investment Opportunity Set*.

Penelitian-penelitian telah dilakukan oleh beberapa peneliti di Indonesia seperti Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000) menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden yang lebih kecil dibanding perusahaan yang tidak tumbuh. Hasil pengujian terhadap perbedaan perubahan harga saham tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh. Hasil penelitian Tettet Fijrijanti

dan Jogyanto Hartono (2000) mendukung penelitian Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000) bahwa kebijakan deviden relatif kecil untuk perusahaan tumbuh. Adi Prasetyo (2000) menyatakan bahwa kebijakan deviden dan kebijakan pendanaan relatif kecil pada perusahaan yang tumbuh. Beta sekuritas menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa terdapat perbedaan dalam hal kebijakan pendanaan antara perusahaan yang tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh, juga menemukan bukti adanya hubungan antara *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden.

Menurut Jensen (1983) dalam Cahan dan Hosain (1995), akuntansi merupakan bagian integral dari struktur tiap organisasi, serta praktik akuntansi dan struktur organisasi adalah berhubungan. Beberapa penelitian memberikan bukti yang mendukung bahwa isi praktik pelaporan keuangan secara signifikan dipengaruhi oleh karakteristik-karakteristik organisasi. Beberapa penelitian cenderung menginterpretasikan hubungan antara akuntansi dan pilihan *disclosure* dan karakteristik organisasi sebagai hasil dari faham oportunis manajerial tanpa memungkinkan bahwa perbedaan antar bagian pada akuntansi dan pilihan *disclosure* dapat dihubungkan dengan perbedaan-perbedaan pada efisiensi kontrak internal antar perusahaan (Watts dan Zimmerman, 1990).

Kebijakan *disclosure* masing-masing perusahaan berbeda sesuai dengan tingkat kepentingannya. Rata-rata emiten di Bursa Efek Jakarta memenuhi kewajiban untuk menyampaikan laporan sesuai dengan aturan BAPEPAM mengenai *mandatory disclosure*. Sebaliknya untuk *voluntary disclosure* tergantung dari kebijakan masing-masing perusahaan. Investor menggunakan laporan keuangan dan berbagai informasi yang disampaikan oleh masing-masing emiten untuk mengetahui bagaimana

sebenarnya pertumbuhan perusahaan tersebut. Hal ini terkait dengan kemungkinan set kesempatan investasi perusahaan tersebut.

Nur Hadi dan Arifin Sabeni (2002) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan sukarela perusahaan-perusahaan yang go publik di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa semakin besar ukuran suatu perusahaan semakin luas pengungkapan sukarela perusahaan tersebut.

Perspektif kontrak efisien (*the efficient contracting perspective*) menyatakan bahwa penerimaan susunan akuntansi dan pilihan *disclosure* dikembangkan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan manager secara sukarela memilih kebijakan akuntansi dan *disclosure* untuk mengurangi konflik insentif antara manager, pemegang saham, dan pemilik hutang (Watts dan Zimmerman 1990). Untuk menghindari konflik tersebut diperlukan transparansi pengungkapan laporan manajemen. Manajemen dituntut untuk menyampaikan berbagai informasi mengenai perusahaan secara terbuka sehingga dapat diketahui kinerja manajemen dan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan disamping menyampaikan laporan keuangan rutin juga perlu menyampaikan informasi lain yang dapat memberikan nilai tambah atas performance perusahaan yang dimasukkan ke dalam *disclosure*.

Perspektif kontrak efisien secara parsial menjelaskan hubungan antara akuntansi dan pilihan-pilihan *disclosure* dan karakteristik-karakteristik perusahaan (Holthausen 1990). Smith & Watts (1992), Gaver & Gaver (1993) dan Sami et al (1999) telah menemukan bukti adanya hubungan antara *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan pendanaan dan deviden.

Cahan dan Hosain (1995) telah melakukan penelitian mengenai hubungan antara *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan *disclosure*. Penelitian tersebut dilakukan dengan melihat pada kondisi pasar modal di Malaysia. Dengan mengacu kepada seberapa besar informasi sukarela diungkapkan dalam laporan keuangan tahunan.

Penelitian ini dimotivasi oleh masih terbatasnya bukti empiris yang mendukung eksistensi teori *Investment Opportunity Set* pada pasar modal yang sedang berkembang di Indonesia. Disamping itu beberapa hasil penelitian diatas memotivasi peneliti untuk melakukan penelitian kembali terhadap hubungan *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan *disclosure*, kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden di Indonesia. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang telah dilakukan oleh Cahan dan Hosain (1995) mengenai hubungan *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan *disclosure* serta menambahkan variabel kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden. Variabel kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden mengacu pada penelitian yang telah dilakukan oleh Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000), Adi Prasetyo (2000). Asosiasi *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan pendanaan dan deviden perlu diuji setiap tahun untuk dapat diperbandingkan atau diikuti perkembangannya. Waktu setelah krisis moneter tersebut dirasa tepat untuk menguji *Investment Opportunity Set* karena dapat dikatakan perusahaan-perusahaan di Indonesia sedang memulai untuk berkembang.

1.2 Perumusan Masalah

Investasi memerlukan pengambilan keputusan yang tepat untuk menentukan pilihan investasi pada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan baik. Hal ini

dilakukan dengan harapan investor dapat memperoleh *return* yang tinggi. Namun selama ini Indonesia dinilai sebagai salah satu negara yang standar akuntansinya kurang baik, standar pengungkapan dan transparansi (Survei Pw Coopers, 1999 dalam FCGI, 2000). Menurut Myers(1977) dalam Imam Subekti dan MAF Suprpti (2002) *Investment Opportunity Set* dapat dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi yang berpotensi tumbuh atau tidak berpotensi tumbuh.

Penelitian ini mencoba merumuskan masalah dalam bentuk *research questions* yaitu :

- 1) Apakah tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan *disclosure* suatu perusahaan?
- 2) Apakah kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden antar perusahaan akan berbeda berdasarkan tingkat pertumbuhan perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini untuk menguji hubungan antara *Investment Opportunity Set* dengan pilihan kebijakan *disclosure*, keputusan kebijakan pendanaan dan deviden. Hal ini dapat memperluas literatur mengenai hubungan antara pilihan-pilihan kebijakan perusahaan dan *Investment Opportunity Set* (IOS) dalam dua hal.

- a. Memperluas penelitian *Investment Opportunity Set* yang mencakup informasi sukarela mengenai prospek pertumbuhan perusahaan serta kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden.
- b. Menguji teori pada ekonomi yang sedang berkembang di Indonesia. Karena ekonomi Indonesia yang sedang tumbuh kembali untuk memperbaiki kondisi

yang terpuruk akibat krisis ekonomi dapat memberikan pengujian yang lebih kuat mengenai hubungan teoritis antara *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan *disclosure*, kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi yang bermanfaat bagi :

1. Pengembangan teori pada ekonomi Indonesia yang sedang berkembang khususnya yang berhubungan dengan *Investment Opportunity Set*.
2. Memberikan wacana tambahan bagi praktisi mengenai hubungan asosiasi kebijakan *disclosure*, pendanaan dan deviden perusahaan dengan *Investment Opportunity Set*
3. Memberikan alternatif penilaian pertumbuhan perusahaan yang potensial bagi investor di pasar modal Indonesia.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Teori Akuntansi Positif

Teori akuntansi positif memisahkan antara realita sosial dari manusia dan memiliki sifat atau esensi tersendiri. Scott (2000) dalam Wuryan Andayani (2002) mengatakan bahwa *positive accounting theory* (PAT) berhubungan dengan prediksi seperti tindakan terhadap pilihan kebijakan akuntansi oleh suatu perusahaan dan bagaimana perusahaan akan merespon standar akuntansi yang baru. *Positive* berarti suatu teori yang berusaha membuat prediksi dengan baik atas peristiwa nyata.

Menurut Indriartono (1999) dalam Wuryan Andayani (2002) *positivist* menganggap dirinya sebagai pengamat yang netral, obyektif dan bebas nilai dari fenomena akuntansi yang diamati. Triyuwono (1997) dalam Wuryan Andayani (2002) mengatakan bahwa teori *positivisme* cenderung mempunyai pola pikir *logosentris* yaitu sistem pola berpikir yang mengklaim adanya legitimasi dengan referensi kebenaran *universal* dan *eksternal*.

Positive Accounting Theory merupakan perkembangan teori *normatif* yang berusaha menjelaskan atau memprediksi fenomena nyata dan mengujinya secara empirik. Penjelasan atau prediksi teori tersebut dilakukan menurut kesesuaiannya dengan observasi keadaan nyata. Validitas ilmiah dari dunia empiris diuji melalui observasi. Teori akuntansi positif merupakan pendekatan *kuantitatif* yang mendasarkan pada literatur empiris dalam akuntansi. Penelitian empiris diperlukan

untuk memperoleh bukti pendukung atas keberadaan teori akuntansi. *Positive Accounting Theory* dikelompokkan menjadi dua tahap: pertama, penelitian akuntansi dan perilaku pasar modal; kedua, penelitian untuk menjelaskan dan memprediksi praktik akuntansi antar perusahaan yang difokuskan pada alasan *opportunistic* dalam kebijakan akuntansi perusahaan (Wuryan Andayani, 2002)

Watts dan Zimmerman (1986) mengatakan bahwa metode penelitian empiris secara eksplisit akan menguji suatu hipotesis dari teori akuntansi yang telah diikuti dunia praktik akuntansi yang ada. Metode penelitian empiris yang sesuai dengan pengujian keberadaan dan pengembangan suatu teori akuntansi adalah metode penelitian dengan pendekatan kuantitatif. Watts dan Zimmerman (1990) dalam Wuryan Andayani (2002) menginterpretasikan tiga hipotesis mengenai teori akuntansi positif pada organisasi yang lebih besar, yaitu :

1) Hipotesis *bonus plan*

Manajer perusahaan dengan *bonus plan* diduga akan memilih kebijakan akuntansi yang sedikit *konservatif* dibanding dengan manajer perusahaan tanpa *bonus plan*. Manajer dengan *bonus plan* akan menentang standar akuntansi yang mungkin melaporkan *net income* lebih rendah. Manajer menggunakan laba akuntansi untuk menentukan besarnya bonus cenderung memilih kebijakan akuntansi yang memaksimumkan bonus yang diharapkan (Scott, 2000 dalam Wuryan Andayani, 2002).

2) Hipotesis *debt covenant*

Manajer perusahaan dengan rasio *debt to equity* yang tinggi akan memilih kebijakan akuntansi yang sedikit *konservatif* dibanding dengan manajer

perusahaan yang mempunyai rasio *debt to equity* lebih rendah. Manajer juga akan menentang standar akuntansi baru yang membatasi kemampuan untuk melakukan pemilihan kebijakan akuntansi yang menguntungkan. Hipotesis ini berkaitan dengan syarat-syarat yang harus dipenuhi oleh perusahaan dalam perjanjian hutang (*debt covenant*). Perusahaan yang mempunyai rasio hutang tinggi, cenderung memilih kebijakan akuntansi yang meningkatkan laba (Scott, 2000 dalam Wuryan Andayani, 2002).

3) Hipotesis biaya politik (*political cost*)

Manajer perusahaan yang lebih besar akan memilih kebijakan akuntansi sedikit konservatif dibanding dengan manajer perusahaan yang lebih kecil dan akan menentang standar baru yang mungkin melaporkan *net income* lebih rendah. Perusahaan besar cenderung memilih kebijakan akuntansi yang mengurangi laba (Scott, 2000 dalam Wuryan Andayani, 2002).

2.1.2 Teori Kontrak

Dalam suatu perusahaan terjadi hubungan *kontraktual* antara pemilik dan manajemen perusahaan. Pemilik mengharapkan *return* yang tinggi dari investasi yang mereka tanamkan pada perusahaan. Sedangkan manajemen mengharapkan kompensasi yang tinggi dan dipenuhinya kebutuhan psikologis lainnya. Hal ini menyebabkan timbulnya konflik antara manajemen dengan pemilik karena masing-masing akan memenuhi kepentingannya sendiri (*opportunistic behavioral*). Pemilik akan mengeluarkan biaya *monitoring* untuk mengawasi hasil kinerja manajemen. Manajemen berusaha untuk memaksimalkan kepentingannya dengan meminimalkan biaya keagenan (*agency cost*) dengan sukarela memberikan informasi keuangan

kepada pemilik. Manajemen memberikan laporan keuangan secara teratur kepada pemilik dengan harapan dapat mengurangi biaya monitoring (Wuryan Andayani, 2002)

Prinsip utama dari teori kontrak adalah pemilihan kebijakan perusahaan ditujukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Perbedaan perilaku manajemen berkaitan dengan pemilihan prosedur akuntansi (Watts dan Zimmerman, 1986) dalam Wuryan Andayani (2002) dan berkaitan dengan persepsi teori kontrak yang efisien (*efficiency contracting*) serta pandangan manajemen yang *opportunist*.

2.1.3 Teori Sinyal

Teori sinyal (*signaling theory*) menjelaskan bahwa perusahaan melaporkan secara sukarela kepada pasar modal agar investor mau menginvestasikan dananya (Wuryan Andayani, 2002). Untuk mendapatkan dana dari para investor, pihak manajemen bersedia memberikan informasi keuangan secara sukarela. Hal tersebut merupakan sinyal yang diberikan dapat berupa pengungkapan (*disclosure*) informasi akuntansi, agar pasar meresponnya sehingga meningkatkan nilai saham.

Pengungkapan informasi akuntansi dilakukan oleh manajer untuk menekan timbulnya asimetri informasi dengan pihak investor. Asimetri informasi dapat mempengaruhi *return* dan harga saham karena informasi yang didapatkan oleh investor sedikit. Disamping itu juga mempengaruhi likuiditas manajemen perusahaan menjadi semakin berkurang (Wuryan Andayani, 2003)

2.1.4 Investment Opportunity Set (IOS)

Myers (1977) menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi di masa mendatang.

Menurut Gaver & Gaver (1993) opsi investasi masa mendatang tidak semata-mata hanya ditunjukkan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

Opsi investasi dimasa mendatang terkait dengan tingkat pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan diharapkan memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di masa mendatang. Smith dan Watts (1992) menyatakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai *Investment Opportunity Set*. Istilah *Investment Opportunity Set* menurut Myers (1977) dalam Chung dan Charoenwong (1991) adalah nilai sekarang dan pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang. Menurut Gaver dan Gaver (1993) *Investment Opportunity Set* merupakan nilai kesempatan investasi dan merupakan pilihan untuk membuat investasi masa mendatang.

Perusahaan yang tumbuh tidak selalu merupakan perusahaan kecil yang sedang aktif melakukan penelitian dan pengembangan. Perusahaan kecil sering menghadapi keterbatasan pilihan dalam menentukan dan menjalankan proyek baru, atau ketika hendak merestrukturisasi *asset* yang ada. Perusahaan besar cenderung mendominasi posisi pasar dalam industrinya (Mueller 1986, dalam Gaver & Gaver 1993), sehingga seringkali perusahaan besar memiliki keunggulan kompetitif dalam mengeksplorasi kesempatan investasi yang muncul. Variasi pilihan-pilihan strategi perusahaan dalam rangka memperoleh keunggulan kompetitif serta perbedaan

keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan untuk menghadapi perusahaan pesaing yang hendak memasuki pasar mengakibatkan *Investment Opportunity Set* bervariasi secara *cross-sectional* antar perusahaan (Smith & Watts 1992; Kester 1986 dalam Gaver & Gaver; Gaver & Gaver 1993)

Menurut Kallapur dan Trombley (1999) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* perusahaan tidak dapat diobservasi untuk pihak-pihak di luar perusahaan, sehingga diperlukan proksi-proksi. Terdapat empat tipe proksi menurut Kallapur dan Trombley (1999) yaitu :

1) Proksi Berbasis Pada Harga

Prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan pada harga saham sehingga nilai pasar perusahaan relatif lebih tinggi daripada *asset in place*. Meliputi rasio *market to book value equity*, MVE/BVE (Collins and Khotari, 1989; Lawellen, Loderer and Martin, 1987; and Chung and Charoenwong, 1991); *book to market value of assets*, A/V (Smith and Watts, 1992); Tobins Q (Skinner, 1993); *Earning to price rate Investment Opportunity Set*, E/P (Kester, 1984; Chung dan Charoenwong, 1991; and Smith dan Watts, 1992); *ratio of property, plant and equipment to firm value*, PPE/V (Skinner, 1993) dan *ratio of depreciation to firm value*, DEP/V (Smith and Watts, 1992)

2) Proksi Berbasis Pada Investasi

Proksi berbasis pada investasi menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan *Investment Opportunity Set* perusahaan. Proksi ini meliputi *rasio R&D to assets*, R&D/A (Gaver&Gaver, 1993); sales,

R&D / S (Skinner, 1993); and *firms values*, R&D/ V (Smith and Watts, 1993); dan *ratio of capital expenditures to value*, CAPX/V (Smith and Watts, 1992)

3) Proksi Berbasis Pada Varian

Proksi ini mendasarkan pada ide bahwa pilihan akan menjadi lebih bernilai sebagai *variabilitas* dari *return* dengan mendasarkan pada peningkatan asset.

4) Proksi Gabungan dari Proksi *Investment Opportunity Set* individual

Alternatif proksi gabungan *Investment Opportunity Set* dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi dengan rasio individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang baik untuk *Investment Opportunity Set* (Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993)

Berbagai proksi yang dijelaskan dari penelitian-penelitian yang ada menunjukkan bahwa selalu ada proksi *Investment Opportunity Set* yang tidak dapat digunakan, sehingga belum ada kesepakatan tentang proksi yang dapat mewakili *Investment Opportunity Set* secara tepat (Gaver dan Gaver, 1993).

Dalam penelitian ini *Investment Opportunity Set* diukur dengan menggunakan tiga variabel yang umumnya digunakan pada literatur-literatur. Yaitu: 1) Nilai pasar perusahaan pada Nilai buku aset (Smith dan Watts, 1992; Anderson et al., 1993; Gaver dan Gaver 1993; Skinner 1993; Wong 1994), 2) Nilai pasar pada Nilai buku ekuitas (Gaver dan Gaver 1993; Wong 1994), dan 3) rasio harga pada *earning* (Chung dan Charoenwong 1991; Smith dan Watts 1992; Gaver dan Gaver 1993)

Nilai pasar perusahaan pada nilai buku aset (MKTBKA) diukur dari persentase nilai perusahaan yang dihubungkan dengan *assets-in-place*. Semakin tinggi rasio mengindikasikan kurangnya ketergantungan pada *asset* dan semakin

tinggi opsi pertumbuhan. Peluang pertumbuhan dan MKTBKA seharusnya berkorelasi positif. Perbedaan antara nilai buku dan pasar ekuitas akan terjadi karena peluang pertumbuhan di perusahaan (Collins and Kothari 1989), nilai pasar pada nilai buku ekuitas (MKTBKE), mengukur nilai perusahaan sebagai proporsi peluang-peluang non-pertumbuhan sehingga MKTBKE diharapkan meningkat dengan meningkatnya peluang-peluang pertumbuhan. Chung dan Charoenwong (1991) menunjukkan bahwa rasio *earning* pada harga (*price to earning ratio*) akan meningkat ketika persentase *earning* yang berasal dari aset yang ditempatkan (*assets-in-place*) meningkat. Rasio *earning to price* cenderung berhubungan terbalik dengan opsi pertumbuhan. Jika digunakan rasio dalam perbandingan terbalik, *Price to Earning ratio* (P/E), diharapkan terdapat hubungan yang positif antara P/E dan opsi pertumbuhan.

Dampak dari ukuran-ukuran tersebut diuji secara kolektif tidak secara individu karena hasil yang ditemukan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara keduanya. Identifikasi ukuran *Investment Opportunity Set* secara umum menggunakan faktor analisis seperti yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993).

2.2 Penelitian Sebelumnya dan Perumusan Hipotesis

2.2.1 *Investment Opportunity Set* (IOS) dan Kebijakan Disclosure.

Menurut Anis Chariri dan Imam Ghozali (2001) *disclosure* mengandung arti bahwa laporan keuangan harus memberikan informasi dan penjelasan yang cukup mengenai hasil aktifitas suatu unit usaha. Informasi tersebut harus lengkap, jelas dan dapat menggambarkan secara tepat mengenai kejadian-kejadian ekonomi yang berpengaruh terhadap hasil operasi unit usaha tersebut. Informasi yang diungkapkan

harus berguna dan tidak membingungkan pemakai laporan keuangan dalam pengambilan keputusan ekonomi.

Penelitian terhadap *disclosure* perusahaan telah cukup lama dilakukan dan dapat ditelusuri kembali pada penelitian yang dilakukan oleh Cerf (1961). Contoh penelitian terbaru misalnya Gibbins (1990), Lang dan Lundholm (1993), dan Clarkson et al. (1994). Beberapa penelitian yang lebih lama (misalnya Buzby 1975) ataupun penelitian yang lebih baru (Gibbins et al., 1990, Malone et al., 1993) dapat dianggap sebagai deskriptif atau *ex post*, dimana kurang adanya teori motivasi yang koheren, telah dicoba dengan mengajukan hipotesis dari teori tunggal berdasarkan pada satu basis. Penelitian yang dilakukan oleh Clarkson et al., (1994) didasarkan pada model penelitian Darrough dan Stoughton (1990) untuk fondasi pengujian empiris. Dilihat dari sudut pandang positif penelitian deskriptif merupakan penggunaan yang memiliki keterbatasan, untuk memprediksi dan menjelaskan perbedaan-perbedaan pada aktivitas *disclosure* antar perusahaan.

Keputusan untuk mengungkapkan atau tidak mengungkapkan informasi akuntansi tertentu dimotivasi oleh faktor-faktor seperti, misalnya asimetri informasi (Grossman, 1980, Milgrom 1980), biaya pemilikan (*proprietary cost*) (Dye, 1985) dan *disclosure* biaya-biaya terkait (Verecchia 1983), *legal liability* (Skinner 1984) dan biaya agensi (Leftwich, Watts dan Zimmerman 1981) dan lain-lain.

Menurut Myers (1977) dalam Cahan dan Hosain (1995) menyatakan bahwa nilai perusahaan didasarkan pada dua elemen, yaitu 1) aset *real* (*asset-in-place*) yang dinilai secara independen dari peluang investasi masa depan perusahaan, dan 2) *real options* (*growth options*) yang dinilai berdasarkan pilihan keputusan investasi masa depan perusahaan. Biaya agensi (seperti monitoring) cenderung lebih sedikit ketika

perusahaan dikarakteristikan memiliki *real asset* yang lebih besar, berlawanan dengan *real options*. Alasan yang dikemukakan adalah ketika perusahaan memiliki aset *real* seperti bangunan, *property*, dan peralatan, perusahaan dihadapkan pada sejumlah aktivitas yang dapat ditukarkan satu sama lain ketika *real asset* rendah. Hal ini untuk meminimalkan biaya agensi yang dapat timbul antara pemegang saham dan diluar *debtholder* (biaya yang berhubungan dengan *underinvestment*) dan antara pemegang saham dan manajer (biaya yang berhubungan dengan tidak adanya penciptaan (*discreation*)).

Komposisi *real asset* vs *real options* dapat mempengaruhi keputusan-keputusan kebijakan perusahaan. Misalnya Myers (1977) menunjukkan secara analitis bahwa jika suatu perusahaan memiliki risiko hutang, manajer bertindak atas keinginan *shareholder* untuk menolak investasi yang akan meningkatkan nilai perusahaan karena manfaat potensial (*potential gains*) dapat bertambah untuk *debtholders*. Hal tersebut menyebabkan masalah *underinvestment*. Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan dengan opsi-opsi pertumbuhan dapat mengurangi masalah *underinvestment* dan memaksimalkan nilainya dengan mendorong pembiayaan ekuitas yang lebih banyak daripada pembiayaan hutang. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa pemegang saham memiliki insentif untuk mengganti proyek yang berisiko tinggi dengan proyek yang berisiko lebih rendah sehingga transfer kekayaan tidak hanya untuk *debtholders*. Umumnya ditunjukkan sebagai masalah substitusi aset (*assets substitution problem*), *debtholders* yang rasional akan melindungi dirinya ketika hutang, menyebabkan perusahaan melakukan perjanjian hutang yang bertujuan pada pengurangan insentif manajemen untuk membuat substitusi. Perjanjian tersebut seringkali membutuhkan verifikasi

item-item tertentu aset gedung berwujud (*tangible plant assets*), rasio hutang/ekuitas), tetapi Skinner (1993) menyatakan, hal ini lebih sulit untuk memverifikasi item-item yang berhubungan dengan pertumbuhan opsi-opsi sebagaimana item tersebut adalah tidak berwujud (*intangible*). Hal tersebut cukup untuk memprediksi bahwa perusahaan-perusahaan dengan *assets-in-place* yang tinggi dan opsi pertumbuhan yang rendah diharapkan untuk lebih menggunakan pembiayaan hutang sedangkan *assets-in-place* dan opsi pertumbuhan yang tinggi akan diharapkan untuk menggunakan pembiayaan ekuitas (Smith dan Watts, 1992). Long dan Malitz (1985) memberikan bukti empiris mengenai efek ini.

Wong (1994) menguji pilihan prosedur-prosedur akuntansi perusahaan pada alokasi perolehan goodwill dan hubungannya dengan *Investment Opportunity Set* pada setting New Zealand. Wong menghipotesiskan bahwa alokasi biaya investasi perusahaan pada anak perusahaan aktiva berwujud bersih (*net tangible asset*) dan perolehan goodwill berhubungan dengan *Investment Opportunity Set* perusahaan. Dengan menggunakan rasio (i) aktiva tetap pada nilai perusahaan, (ii) nilai pasar pada nilai buku ekuitas sebagai proksi *Investment Opportunity Set* perusahaan, menemukan hubungan negatif antara aset di tempat (*assets-in-place*) dan perolehan goodwill. Ketika aset ditempat (*assets-in-place*) tinggi berhubungan dengan peluang pertumbuhan yang rendah, bukti tersebut konsisten dengan perspektif kontrak efisien (*the efficient contracting perspective*)

Secara keseluruhan bukti yang disediakan oleh penelitian tersebut (Skinner, 1993; Wong 1994) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* perusahaan merupakan determinan penting dalam menjelaskan variasi pada pilihan prosedur akuntansi. Terlepas dari penelitian sebelumnya (Leftwich, Watts dan Zimmerman

1981), tak satupun penelitian-penelitian tersebut telah mempertimbangkan dampak dari *Investment Opportunity Set* pada tingkat *voluntary disclosure* perusahaan.

Konflik serius antara pemegang saham dan *debtholders* dapat diminimalisir dengan menghemat belanja hutang. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi, biaya agensi meningkat karena konflik antara pemegang saham dan manajer cenderung ditonjolkan karena meningkatnya pembiayaan ekuitas. Pemegang saham yang rasional juga akan melindungi diri ketika membeli saham, mendiskontokan harga dengan harapan kerugian akan terjadi hanya karena kelalaian manajerial (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Cahan dan Hosain (1995)). Keadaan-keadaan tersebut menyebabkan manajer terikat pada aktivitas keterikatan (*bonding*) dan monitoring untuk membatasi peluang operasional. Andersen et al. (1993 dalam Cahan dan Hosain, 1996) menghipotesiskan bahwa *ceteris paribus* menyebabkan semakin tinggi tingkat opsi perusahaan, semakin tinggi aktivitas monitoring perusahaan yang digunakan.

Manajer dapat mengurangi konflik yang terjadi antara debtholder dengan pemegang saham dengan memberikan disclosure mengenai prospek mendatang melalui media masa, pertemuan tahunan, diskusi umum atau privat dengan analisis finansial, atau pada laporan tahunan interim. Penelitian ini menggunakan *disclosure* yang terdapat pada laporan tahunan perusahaan-perusahaan yang ada BEJ. Karena bentuk laporan tersebut relatif tidak ada batasan (*unconstrained*), namun diharapkan ada perbedaan antar perusahaan berdasarkan isi dari laporan tahunan. Walaupun sebagian orang berpendapat bahwa informasi yang disediakan pada laporan tahunan adalah terlalu cepat (*untimely*), Clarkson et al., (1994) menggunakan data di Canada memberikan bukti atas penolakan pernyataan tersebut. Hal tersebut terkait dengan

kondisi perekonomian suatu negara seperti di Indonesia yang sedang berkembang, laporan tahunan diharapkan memiliki peran yang lebih penting sebagai alat komunikasi.

Pengujian pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan disclosure juga menggunakan tiga variabel kontrol. Riset sebelumnya mengindikasikan bahwa *disclosure* informasi *prospektif* berhubungan dengan ukuran perusahaan (Lev dan Penman, 1990; Lang dan Lundholm, 1993) karena perusahaan besar memperoleh manfaat dari skala ekonomis *komparatif* dan lebih memiliki sumber daya untuk memperluas *forecasting*. Gibbins *et al.*, (1990), Ruland *et al.*, (1990), Lang dan Lundholm (1993), dan Frankle *et al.*, menghipotesiskan bahwa frekuensi penggunaan pasar modal mempengaruhi kebijakan *disclosure* perusahaan. Misalnya, Ruland *et al.*, (1990) melaporkan bahwa manajer mengeluarkan perkiraan *earning* sebelum mengeluarkan sekuritas baru. Umumnya manajer-manajer cenderung mengungkapkan informasi yang lebih banyak dalam usahanya untuk menarik investor potensial. Masalah agensi yang berhubungan dengan pengeluaran sekuritas baru menyatakan bahwa kebutuhan untuk meningkatkan modal baru dapat memiliki dampak pada keputusan untuk mengeluarkan informasi prospektif. Biaya agensi antara pemegang saham dan manajer meningkat dengan jumlah pemegang saham luar (Fama dan Jensen, 1983; McKinnon dan Dalimunthe 1993), digunakan kepemilikan (*ownership*) publik dalam rangka mempertahankan hubungan positif antara *Investment Opportunity Set* dan peluang-peluang pertumbuhan dan sehingga memfasilitasi struktur yang dapat diinterpretasikan. Jika biaya agensi minimal seperti pada korporasi tertutup, maka tidak mungkin untuk mendeteksi pengaruh-pengaruh yang berhubungan dengan *Investment Opportunity Set*.

Untuk mengendalikan ukuran perusahaan digunakan *natural log* kapitalisasi pasar (LMCAP), variabel indikator *dichotomous* (OFF), diberi kode 1 untuk perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan sekuritas pada tahun ke- t atau bermaksud mengeluarkan sekuritas pada tahun $t+1$ dan 0 selain itu. Ukuran persentase saham yang dimiliki oleh publik (OWNST) hal tersebut untuk mengendalikan penyebaran saham.

Manajer perusahaan berusaha meminimalkan biaya agensi dengan mengungkapkan berbagai informasi mengenai perusahaan secara sukarela. Hal tersebut mendasari Cahan dan Hosain (1995) menghipotesiskan bahwa untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dengan *debtholder*, manajer melaporkan *disclosure* mengenai prospek mendatang perusahaan tersebut. Berdasarkan hal tersebut diatas maka dirumuskan hipotesis seperti dibawah ini :

Hipotesis 1: Tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap *disclosure* informasi prospektif perusahaan-perusahaan.

2.2.2 *Investment Opportunity Set* dengan Kebijakan Pendanaan dan Deviden

Kebijakan pendanaan dan deviden merupakan bentuk-bentuk kebijakan perusahaan yang didasari oleh teori *contracting*. Menurut Imam Subekti (2000) teori *contracting* secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Argumentasi tersebut mulai populer setelah adanya perdebatan tentang eksistensi ide akuntansi diantara perusahaan berkaitan dengan perilaku manajemen perusahaan (Watts dan Zimmerman, 1990). Perbedaan dalam kebijakan prosedur akuntansi berkaitan dengan perspektif *efficiency contracting* dan pandangan manajemen yang *opportunism*.

Dalam perspektif *efficiency contracting*, secara khusus manajer akan memilih metode akuntansi yang akan meminimalkan kos agensi (*agency cost*) dan memaksimalkan nilai perusahaan. Sesuai dengan karakteristik organisasional dan konsekuensi kos agensi, maka perusahaan yang mengarah pada perspektif *efficiency contracting* akan mencari satu penyelesaian *contracting* yang baik dalam implementasi set kebijakan pendanaan dan prosedur akuntansi yang dapat diterima oleh manajemen maupun pemegang saham (Skinner, 1993 dalam Cahan dan Hosain, 1996). Sebaliknya, pandangan manajemen yang *opportunism* akan mengasumsikan bahwa perbedaan pilihan kebijakan akuntansi dan pendanaan muncul sebagai akibat dari manajemen merespon kontrak (seperti perjanjian kredit, bonus plan) yang dapat mengoptimalkan kepentingan segala pihak.

Peneliti yang sudah menguji perspektif *efficiency contracting* adalah Smith dan Watts (1992). Penelitian ini menginvestigasi asosiasi antara karakteristik perusahaan dengan *Investment Opportunity Set* menyatakan bahwa pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan yang dibuat oleh perusahaan (seperti kebijakan pendanaan, deviden, kompensasi, pengungkapan). Smith dan Watts (1990) menemukan adanya bukti bahwa pada perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* dalam kebijakan struktur modal karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang berisiko dalam struktur modal. Smith dan Watts (1990) menemukan bukti bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung untuk mengikuti kebijakan pembayaran deviden yang lebih rendah untuk menurunkan masalah-masalah agensi yang berasosiasi dengan kebebasan aliran kas perusahaan.

Dalam kaitannya dengan kebijakan kompensasi perusahaan, Smith dan Watts (1990) menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung membayar gaji dan upah yang lebih tinggi pada top eksekutif dan lebih banyak menggunakan stock option plans dalam kebijakan bonus. Hal tersebut mendukung pandangan bahwa keputusan kebijakan perusahaan di motivasi oleh hasrat manajer untuk menyelesaikan potensi konflik secara efisien antara perusahaan dengan pihak-pihak internal dan eksternal yang melakukan *contracting*.

Studi yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993) konsisten dengan temuan Smith dan Watts (1992). Gaver dan Gaver (1993) dalam Cahan dan Hosain (1995) mengembangkan proksi *Investment Opportunity Set* yang telah digunakan oleh peneliti sebelumnya, yaitu dengan menambah variabel frekuensi investasi saham pada *stock mutual funds* dalam mengidentifikasi satu perusahaan. Hasil studi tersebut sesuai dengan yang ditunjukkan oleh Sami et al (1999) khususnya pada pasar yang sedang tumbuh (*emerging market*). Hasil studi Kallapur dan Trombley (1999) menunjukkan adanya korelasi *Investment Opportunity Set* dengan realisasi pertumbuhan. Rasio *book-to-market* merupakan satu proksi pertumbuhan perusahaan pada masa yang akan datang, temuan ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya.

Hasil penelitian lainnya yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan ditemukan oleh Kim (1982) dalam Cahan dan Hosain (1995) yang menyatakan bahwa salah satu tolok ukur struktur modal yang optimal ditunjukkan oleh *leverage* keuangan yang kecil, dengan *leverage* yang kecil perusahaan cenderung mengurangi risiko usaha (atau risiko tidak sistematis). Argumentasi Chung dan Charoenwong

(1991) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh lebih mempunyai risiko saham sistematis yang lebih rendah.

Penentuan kebijakan pendanaan dan deviden menurut Barclay et al (1998) berkaitan dengan masalah *free cash flow* perusahaan. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi mempunyai kesempatan yang besar untuk membayar deviden yang rendah karena memiliki kesempatan yang profitable dalam mendanai investasi secara internal sehingga perusahaan tidak tergoda untuk membayar lebih besar labanya kepada pihak luar. Sebaliknya perusahaan dengan pertumbuhan rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasi dengan mengorbankan sebagian besar laba dalam bentuk deviden maupun bunga. Persyaratan ini menurut Barclay dan Smith (1998) konsisten dengan prediksi teori *contracting* yang mengisyaratkan bahwa perusahaan yang mempunyai opsi untuk tumbuh lebih besar akan mempunyai hutang yang lebih sedikit dikarenakan perusahaan lebih mengutamakan solusi atas masalah-masalah yang berkaitan dengan hutangnya.

Asosiasi antara *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan akuntansi dan pendanaan menjadi tampak jelas setelah dilakukan pengawasan dan dibatasinya kontrak kompensasi pada manajer. Hasil temuan tersebut dapat dijadikan bukti atas kontribusi teori akuntansi positif pada praktik akuntansi yang masih menjadi spekulasi sebelumnya, yaitu bahwa *Investment Opportunity Set* mempengaruhi pilihan prosedur akuntansi (Watts dan Zimmerman, 1990). Asosiasi antara variabel kebijakan pilihan prosedur akuntansi dengan *Investment Opportunity Set* menurut Skinner (1993) bersifat tidak langsung, tetapi *Investment Opportunity Set* akan berpengaruh secara langsung terhadap sifat kontrak kompensasi dan hutang. Sifat kontrak kompensasi-bonus *plans* dan kontrak perjanjian hutang (*debt covevant*) yang

berdasarkan akuntansi akan lebih memungkinkan manajer memilih prosedur akuntansi yang bersifat meningkatkan laba (*income-increasing*), hasil studi ini konsisten dengan argumentasi Watts dan Zimmerman (1986, 1990) sebelumnya.

Beberapa peneliti memulai menguji perspektif efisiensi. Misalnya, Smith dan Watts (1992) meneliti hubungan antara karakteristik organisasi, *Investment Opportunity Set*, mencakup pertumbuhan potensial perusahaan, dan sejumlah pilihan-pilihan kebijakan perusahaan (seperti kebijakan keuangan, dividen, dan kompensasi). Dengan menggunakan data pada tingkat industri, Smith dan Watts menguji apakah variasi pada biaya kontrak pada perusahaan-perusahaan yang berbeda dikarenakan perbedaan pada *Investment Opportunity Set*. Hubungannya dengan masalah-masalah agensi yang berhubungan dengan kebijakan keuangan, Smith dan Watts menemukan bahwa perusahaan dengan opsi investasi yang lebih memiliki rasio hutang pada modal (*debt to equity ratio*) karena pembiayaan modal cenderung mengurangi masalah-masalah agensi yang berhubungan dengan eksistensi hutang yang berisiko pada struktur modal (*underinvestment*). Smith dan Watts juga menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan cenderung mendorong kebijakan pembayaran dividen yang lebih rendah untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang berhubungan dengan arus kas bebas (*free cash flow*). Hubungannya dengan kebijakan kompensasi perusahaan, Smith dan Watts melaporkan bahwa pertumbuhan perusahaan cenderung membayar tingkat upah yang lebih tinggi kepada eksekutif atas dan membuat rencana penggunaan opsi saham lebih besar. Secara keseluruhan mereka memberikan bukti yang mendukung pandangan bahwa keputusan-keputusan kebijakan perusahaan dimotivasi oleh keinginan manajer untuk secara efisien

memecahkan konflik potensial antara perusahaan dan pihak-pihak kontrak internal dan eksternal lainnya.

Gaver dan Gaver (1993) memperluas penelitian Smith dan Watts (1992) dalam dua hal. Pertama menggunakan perusahaan khusus, berupa data dari tingkat industri. Kedua menggunakan ukuran-ukuran pertumbuhan yang berbeda, termasuk frekuensi pencantuman saham perusahaan pada pertumbuhan dana saham bersama (*stock mutual funds*), dan mengidentifikasi ukuran *Investment Opportunity Set* yang umum dari ukuran-ukuran tersebut dengan menggunakan analisis faktor. Gaver dan Gaver (1993) menemukan bahwa perusahaan yang pertumbuhannya tinggi cenderung memiliki rasio hutang pada modal yang lebih rendah dan kebijakan pembayaran deviden yang lebih rendah daripada perusahaan-perusahaan yang pertumbuhannya rendah. Disamping itu juga menemukan bahwa perusahaan yang tumbuh membayar tingkat kompensasi yang lebih tinggi pada eksekutif puncak daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Umumnya penemuan tersebut mendukung hasil-hasil empiris yang dilaporkan oleh Smith dan Watts.

Berdasarkan Smith dan Watts (1992) dan Gaver dan Gaver (1993), Skinner (1993) menggali hubungan antara *Investment Opportunity Set* dan kebebasan memilih prosedur akuntansi. Sesuai dengan saran dari Watt dan Zimmerman (1990), Skinner mendesain pengujian keputusan pilihan akuntansi yang membedakannya dari efisiensi kontrak dan sudut pandang oportunistik. Bukti yang terdapat pada penelitian tersebut menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* mempengaruhi hutang perusahaan dan kontrak kompensasi, perusahaan yang pertumbuhannya rendah cenderung untuk menggunakan akuntansi yang berdasarkan pada hutang (*accounting-based debt*) dan kontrak kompensasi (*compensation contract*), dan

kontrak ini umumnya secara langsung mempengaruhi pilihan akuntansi perusahaan. Namun, ketika pengaruh-pengaruh efisiensi dikendalikan, Skinner juga menemukan bukti yang mendukung sudut pandang *opportunistic*. Variabel-variabel penjelas umumnya sama dengan penelitian sebelumnya, rasio hutang/modal dan eksistensi akuntansi berdasarkan bonus (*accounting-based bonus*), secara signifikan berhubungan dengan keputusan pilihan akuntansi ketika faktor-faktor *Investment Opportunity Set* secara eksplisit dikendalikan. Hasil penelitian lainnya yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan ditemukan oleh Kim (1982) menyatakan bahwa salah satu tolok ukur struktur modal yang optimal ditunjukkan dengan *leverage* keuangan yang kecil, dengan *leverage* yang kecil perusahaan cenderung mengurangi risiko usahanya (atau risiko tidak sistematis). Argumentasi Chung dan Charoenwong (1991) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh lebih mempunyai risiko saham sistematis yang lebih rendah.

Smith dan Watts (1992) menemukan bukti bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan untuk tumbuh lebih besar mempunyai rasio *debt to equity* dalam kebijakan struktur modal karena pendanaan modal sendiri cenderung mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang berisiko dalam struktur modal. Hasil penelitian Smith dan Watts (1992) mendasari perumusan hipotesis dua berikut ini :

Hipotesis 2 : Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi mempunyai rasio *debt-to-equity* lebih kecil daripada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah.

Smith dan Watts (1992) juga meneliti hubungan antara *Investment Opportunity Set* dengan kebijakan deviden. Hasil penelitian ini menemukan bukti bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung mengikuti kebijakan pembayaran deviden yang lebih rendah untuk menurunkan masalah-masalah agensi yang berasosiasi dengan kebebasan aliran kas perusahaan. Hasil penelitian tersebut sebagai dasar perumusan hipotesis tiga berikut ini :

Hipotesis 3 : Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung membayar deviden dalam jumlah yang lebih rendah daripada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah.

TABEL 2.1

RANGKUMAN PENELITIAN TERDAHULU

Peneliti	Judul Riset	Proksi – proksi IOS	Riset Sebelumnya	Hasil Penelitian
Jilnaught Wong and Norman Wong (2001)	<i>The Investment Opportunity Set and Acquired Goodwill</i>	<i>AIP (Ratio of book value of property, plant and equipment to firm market value)</i> <i>MBE (Market to book value of equity)</i>	Skinner (1993) Gaver and Gaver (1993)	Terdapat hubungan yang negatif antara IOS dengan <i>acquired goodwill</i>
Jennifer J. Gaver and Kenneth M. Gaver (1995)	<i>Compensation policy and the IOS</i>	<i>MKTBKA (market value of the firm to the book value of assets)</i> <i>MKTBKE (market value of equity to the book value of equity)</i> <i>R&D (research and development expense to book value of total asset)</i>	Bizjak et al (1993), Kole (1994), Smith&Watts (1993) Chung dan Charoenwong (1991), Collins&Khotari (1989) Lewellen et al (1987) Bizjak et al (1993), Chung dan Charoenwong (1991), Mackie Mason (1990), Skinner (1993)	Perusahaan yang tumbuh memberikan kompensasi kepada eksekutifnya daripada perusahaan yang tidak tumbuh

Sanjay Kallapur & Mark A. Trombley (1999)	<i>The Association between IOS proxies and Realized Growth</i>	<i>VAR (variance of the total rate of return on the firm, where return include one year stock price appreciation, common and preferred dividend, and interest payment)</i>	Christie (1995), Chung & Charoenwong (1991), Kester (1986), Smith & Watts (1992)	
		<i>V (market value of equity plus book value of debt), A/V (ratio of book to market value of assets), BVE/MVE (ratio of book to market of equity), PPE/V (ratio of book value of PPE to firm value), TOBIN-Q (the ratio of replacement value of assets to market value, DEP/V (ratio of depreciation expense to value, E/P (earning price to ratio), R&D/V (ratio R&D expense to firm value), R&D/A (ratio R&D expense to firm assets, R&D/S (ratio R&D expense to sales, CAPX/V (ratio R&D additions to firm value, CAPX/A (ratio R&D additions to firm value), VARRET</i>	Smith & Watts (1992), Collins & Kothari (1989), Lewellen, Loderer & Martin (1987), Chung & Charoenwong (1991), Skinner (1993), Kester (1984)	Nilai asset dan ekuitas pembukuan pasar, <i>tobin's Q</i> serta rasio asset tetap dan depresiasi terhadap nilai pasar berkorelasi positif dengan pertumbuhan yang dicapai perusahaan.

			(variance of total return, BETA (market model Beta))		
Steven F. Cahan dan Hosain (1996)	<i>The Investment Opportunity Set and Disclosure Policy Choice: Some Malaysian Evidence</i>		<i>MKTBKA (ratio of market value of the firm to book value of assets where market value of the firm)</i> <i>MKTBKE (ratio of marke value of the firm to book value of common shares)</i> <i>P/E (ratio of closing price per common share to primary earnings per share for firms)</i>	Smith&Watts (1992), Andersen et al (1993), Gaver&Gaver (1993), Wong (1994) Gaver&Gaver (1993), Wong (1994) Chung&Charoenwong (1991), Smith&Watts (1992) Gaver&Gaver (1993)	Hasil pengujian hipotesis menunjukkan tidak ada hubungan antara <i>prospective information</i> dan <i>earning forecast</i> dengan set kesempatan investasi
Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma	Asosiasi antara set kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan dan dividen perusahaan, serta implikasinya pada perubahan harga saham		<i>PPE/BVA(ratio book value of gross property, plant and equipment to the book value of the assets)</i> <i>MVE/BVE (ratio market to book value of equity)</i> <i>P/E(ratio price to earning)</i> <i>MVA/BVA (rasio market value to book value of assets)</i> <i>CAP/BVA (rasio capital addition to assets book value)</i> <i>MVABVA (market to book value of asset)</i>	Sami et al (1999) Gaver & Gaver (1993),Hartono(1999) Beaver, Kettler & Scholer (1970), Foster (1986), Beaver&Morse 1978) Kallapur&trombley (1999) Kallapur&trombley (1999), Gaver&Gaver	Perusahaan tumbuh memiliki kebijakan pendanaan eksternal yang lebih kecil daripada perusahaan tidak tumbuh. Perusahaan tumbuh memiliki kebijakan pendanaan deviden yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Perubahan harga saham di perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh pada sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan tidak berbeda
Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto	Analisis Korelasi pokok IOS dengan			Kallapur&trombley (1999), Gaver&Gaver	Perusahaan bertumbuh memiliki leverage dan kebijakan deviden

Hartono	realisasi pertumbuhan, kebijakan pendanaan dan dividen	<p><i>MVEBVE (market to book value of equity)</i></p> <p><i>PER (price to earning)</i></p> <p><i>CAPBVA (capital expenditure to book value of asset)</i></p> <p><i>CAPMVA (capital expenditure to market value of asset)</i></p>	(1993); Hartono (1998) Hartono (1999) Kallapur & Trombley (1999)	<p>lebih rendah relatif terhadap perusahaan tidak bertumbuh, perusahaan bertumbuh cenderung merupakan perusahaan besar dan ukuran perusahaan memiliki korelasi negatif dengan kebijakan dividen</p>
Adi Prasetyo	Asosiasi antara IOS dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, kebijakan kompensasi, beta dan perbedaan reaksi pasar: Bukti empiris dari bursa efek Jakarta	<p><i>MKTBKASS (market to book assets)</i></p> <p><i>MKTBKKEQ (market to book equity)</i></p> <p><i>EP (Earnings/price ratio)</i></p> <p><i>RACTE (ratio of total capital expenditures to book total assets)</i></p>	Gaver & Gaver (1993) Sami et al (1999)	<p>Perusahaan tumbuh memiliki rasio devidend pay out dan yield lebih rendah daripada perusahaan tidak tumbuh</p> <p>Perusahaan tumbuh membayar cash compensation yang tidak lebih besar secara signifikan daripada perusahaan tidak tumbuh.</p> <p>Beta tidak berhubungan dengan IOS</p> <p>Perusahaan tumbuh memperoleh reaksi pasar yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak tumbuh</p>

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis

Menurut Kerlinger (1986) dalam Bambang Supomo dan Nur Indrianto (1999) teori merupakan suatu kumpulan *construct* atau konsep (*concepts*), definisi (*definitions*), dan proposisi (*propositions*) yang menggambarkan fenomena secara sistematis melalui penentuan hubungan antar variabel dengan tujuan untuk menjelaskan (memprediksi) fenomena alam. Kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini adalah menguji pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan disclosure perusahaan untuk hipotesis pertama. Hipotesis kedua dilakukan uji beda atas nilai *debt to equity* antara perusahaan tingkat pertumbuhan rendah dengan tingkat pertumbuhan tinggi. Perbedaan tersebut dilihat dari dua tolok ukur yaitu nilai buku dan nilai pasarnya. Demikian juga untuk hipotesis tiga dilakukan uji beda atas deviden yang dibayarkan antara perusahaan tingkat pertumbuhan rendah dengan tingkat pertumbuhan tinggi. Uji beda ini dilakukan dengan dua tolok ukur yaitu *dividen yield* dan *dividen payout*

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder yang diambil dari perusahaan-perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta

Data yang digunakan berupa data *annual report* dari Bursa Efek Jakarta. Untuk memperoleh data yang *up to date* diambil data *annual report* perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Jakarta tahun 2002. Selain itu juga diambil data mengenai kebijakan pembagian deviden serta data-data pendukung lainnya.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini merupakan perusahaan-perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta. Terdapat 307 perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta yang terbagi-bagi menjadi beberapa sektor sesuai dengan jenis usahanya. Sampel diambil dari perusahaan-perusahaan yang menyampaikan annual report pada Bursa Efek Jakarta tahun 2002. Sampel dipilih dengan metode *purposive sampling*. Dengan kriteria antara lain :

1. Telah listing di Bursa Efek Jakarta minimal lima tahun
2. Perusahaan jasa finansial (seperti bank, perusahaan asuransi, dan *mutual funds*) tidak dimasukkan karena aktivitas mereka tidak dapat diperbandingkan secara langsung
3. Tidak memiliki laba dan total ekuitas negatif, karena saldo laba dan ekuitas yang negatif sebagai penyebut menjadi tidak bermakna.

Selanjutnya ringkasan proses pemilihan sampel disajikan dalam tabel 3.1 dibawah ini:

Tabel 3.1

Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang listing di BEJ	307
Perusahaan yang merupakan institusi keuangan	(46)
Perusahaan yang mempunyai ekuitas negatif	(51)
Perusahaan yang mempunyai laba negatif	(40)
Perusahaan yang datanya tidak lengkap	(87)
Perusahaan baru (listing di BEJ dibawah 5 tahun)	(33)
Perusahaan yang menjadi sampel	50

Sumber : Data yang diolah

3.3 Prosedur Pengumpulan Data

Data diperoleh dari laporan tahunan perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2002. Data-data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2002, pojok BEJ UNDIP, database pojok BEJ UNDIP dan <http://www.jsx.statistik.co.id>

3.4 Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional

- a. *Investment Opportunity Set* sebagai set kesempatan investasi yang *unobservable* memerlukan proksi-proksi untuk menjelaskan, yaitu :

$$1) \text{MKTBKA} = \frac{(\text{Asset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}))}{\text{Total asset}}$$

$$2) \text{ MKTBKE} = \frac{(\text{Jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}{\text{Total Ekuitas}}$$

$$3) \text{ P/E} = \frac{(\text{Harga penutupan saham per lembar})}{\text{Laba bersih per saham}}$$

b. Kebijakan *Disclosure*

- *Disclosure* Informasi *Prospektif* diukur sesuai dengan pengungkapan yang ada pada laporan tahunan perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Jakarta sesuai dengan *checklist* (daftar *checklist* pada lampiran 1) yang digunakan oleh Cahan dan Hosain (1995)

c. Kebijakan Pendanaan

$$\text{Book debt equity : } \frac{\text{total kewajiban}}{\text{total nilai buku ekuitas}}$$

$$\text{Market debt/equity : } \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}}$$

d. Kebijakan Deviden

$$\text{Deviden Payout : } \frac{\text{deviden per lembar saham}}{\text{Laba bersih per lembar saham}}$$

$$\text{Deviden Yield : } \frac{\text{deviden per lembar saham}}{\text{Harga penutupan saham per lembar}}$$

3.5 Teknik Analisis

3.5.1 Statistik Deskriptif

Untuk mengetahui gambaran variabel-variabel yang ada dalam penelitian ini digunakan statistik deskriptif. Dengan statistik deskriptif dapat diketahui rata-rata, median, standar deviasi, minimum, maksimal dari variabel-variabel yang diteliti.

3.5.2 Uji Kualitas Data

Uji *Kualitas Data* digunakan untuk mengetahui data terdistribusi normal atau tidak. Untuk menguji *normalitas* data digunakan uji Kolmogorov Smirnov. Uji *normalitas* bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Penelitian ini juga menguji *homogenitas* data dengan menggunakan *Levene's test for Quality of Variance*.

3.5.3 Analisis Faktor

Analisis Faktor digunakan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang menjadi penyebab korelasi diantara jumlah besar variabel dan teknik ini juga dikelompokkan sebagai teknik reduksi. Dalam hal ini analisis faktor dipandang sebagai teknik untuk mengidentifikasi kelompok atau *cluster* suatu variabel dimana korelasi variabel dalam setiap *cluster* lebih tinggi daripada korelasi variabel *cluster* lainnya (Imam Ghozali, 2001). Jumlah faktor yang dapat digunakan adalah sesuai dengan jumlah variabel indikator. Akan tetapi jumlah faktor yang dapat digunakan lebih lanjut adalah faktor-faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama dengan atau lebih dari satu (Hair et.,al.,1995,p.364-419) atau jumlah *eigenvalues*-nya sama dengan atau melebihi total *communalities* dari semua variabel yang digunakan (Gaver dan Gaver, 1993).

Analisis faktor menjelaskan ukuran yang mendasar, yang saat interpretasi dan pemahaman, menggambarkan data dalam jumlah item yang lebih kecil dibandingkan dari variabel-variabel individu. Sedangkan dalam reduksi data dapat tercapai dengan perhitungan skor tersebut untuk variabel orisinil (Hair et al, 1995). Ukuran

Investment Opportunity Set (IOS) diidentifikasi dengan menggunakan analisis faktor seperti yang dilakukan Gaver & Gaver (1993) dan Cahan & Hosain (1995).

3.5.4 Uji Asumsi Klasik

Pendugaan nilai koefisien regresi dengan metode kuadrat terkecil (*Ordinary Least Square/OLS*) bertujuan untuk mencapai kondisi yang baik yaitu *best linier unbiased estimator (BLUE)*. Untuk mencapai kondisi yang baik maka persamaan regresi harus memenuhi asumsi klasik. Asumsi klasik digunakan untuk menguji hipotesis pertama.

1. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Menurut Imam Ghozali (2001) untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas didalam model regresi adalah sebagai berikut:

- Nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel bebas banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel terikat.
- Menganalisis matrik korelasi variabel-variabel bebas. Jika antar variabel bebas memiliki korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 0.90) maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas
- Dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan lawannya *variance inflation factor* (VIF). Nilai *cutoff* yang sering dipakai adalah nilai *tolerance* 0.10 atau sama dengan nilai VIF diatas 10.

Jika terjadi multikolinearitas yang tinggi akan berakibat :

- *Standard error* koefisien regresi menjadi besar, artinya terjadi keeratan kolinearitas antar variabel bebas
- *Standard error* yang besar mengakibatkan confident interval untuk pendugaan parameter semakin melebar, yang akan berdampak pada kemungkinan terjadinya kekeliruan menerima hipotesis yang salah

2. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Kebanyakan data *cross-section* mengandung situasi heterokedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang dan besar).

Untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas pada model regresi hipotesis satu digunakan uji *park*. Apabila *koefisien parameter beta* dari persamaan regresi tersebut signifikan secara statistik, maka asumsi homokedastisitas pada data model tersebut tidak dapat ditolak.

3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Masalah ini timbul karena *residual* (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu atau *time series*. Untuk

mendeteksi adanya autokorelasi pada hipotesis satu digunakan uji *Durbin-Watson*. Bila nilai DW terletak antara batas atas atau *upper bound* (du) dan (4-du) berarti tidak ada korelasi (Imam Ghazali, 2001).

3.5.5 Uji Hipotesis

Hipotesis pertama diuji menggunakan model regresi klasik dengan metode *ordinary least square*. Hipotesis pertama bertujuan untuk mengetahui pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan *disclosure*. Adapun model Hipotesis Pertama:

$$Y = \beta_0 + \beta_1.IOS + \beta_2.LMCAP + \beta_3.OFF + \beta_4.OWNST$$

Dalam hipotesis satu ini ditambahkan variabel kontrol. Fungsi digunakannya variabel kontrol ini untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel lain jika dibandingkan dengan variabel *investment opportunity set* sebagai representasi perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh.

Keterangan :

Y = *Disclosure Informasi Prospektif* pada laporan tahunan perusahaan

IOS = *Investment Opportunity Set* (dengan proksi MKTBKA, MKTBKE dan P/E) diidentifikasi dengan menggunakan analisis faktor

LMCAP = Ukuran perusahaan (*Natural Log of Market Value of Common shares*)

OFF = 1 jika perusahaan mengeluarkan saham baru pada tahun ke-t atau tahun ke-t+1, 0 untuk yang lainnya.

OWNST = Persentase saham yang dimiliki oleh publik

Hipotesis kedua dan hipotesis ketiga dirumuskan berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000). Berdasarkan analisis faktor pada *Investment Opportunity Set* data dikelompokkan menjadi dua yaitu kelompok perusahaan tumbuh jika nilai *investment opportunity set* diatas nilai *median*, untuk kelompok perusahaan tidak tumbuh jika nilai *investment opportunity set* dibawah nilai *median*. Selanjutnya untuk hipotesis dua pengukurannya dibedakan lagi menjadi dua tolok ukur berdasarkan nilai buku dan nilai pasarnya. Hipotesis tiga menggunakan dua tolok ukur yaitu *deviden payout* dan *deviden yield*. Kedua tolok ukur yang ada dalam dua hipotesis tersebut sesuai dengan yang digunakan oleh Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000).

Untuk mengetahui apakah ada perbedaan antara dua kelompok digunakan uji-t yang prinsipnya membandingkan dua kelompok rerata. Sebelumnya dilakukan uji normalitas data. Apabila data normal maka digunakan uji-t. Namun jika data tidak normal digunakan uji beda rata-rata non parametrik yaitu Uji *U Mann Whitney*. Uji ini merupakan salah satu uji *non-parametrik* yang sangat kuat (*powerfull*) dan merupakan alternatif dari uji *parametrik t-test*, jika peneliti ingin menghindarkan dari asumsi *t-test* atau ketika pengukuran dalam data lebih lemah dibandingkan ukuran skala interval.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

4.1 Statistik Deskriptif

Tabel 4.1 memberikan statistik deskriptif tiga ukuran *Investment Opportunity Set* dan tiga variabel kontrol.

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif *Investment Opportunity Set* Dan Variabel Kontrol

	MKTBKA	MKTBKE	P/E	LMCAP	OFF	OWNST
Mean	231,0437	380,67438	12271,826	26,1105	0,26	0,2936
Std Dev.	897,25965239	1411,3264480	64657,446522	2,32737	0,443	0.1535
Min.	0,18665	0,03404	0,23070	17,74	0	0,9042
Max	5565,3668	8648,5836	451977,40	31,29	1	0,0098
Observ.	50	50	50	50	50	50

Sumber : Lampiran 1

Tabel 4.2 berisi korelasi *pairwise* untuk variabel-variabel tersebut. Korelasi antara ukuran-ukuran *Investment Opportunity Set* masing-masing positif, seperti yang diharapkan jika peningkatan masing-masing ukuran sejalan dengan tersedianya peluang pertumbuhan untuk perusahaan. Korelasi antara MKTBKA dengan MKTBKE secara statistik signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Cahan & Hosain (1995) namun tidak sesuai dengan penelitian Gaver & Gaver (1993) yang tidak menemukan korelasi antara seluruh ukuran *Investment Opportunity Set*. Sisanya korelasi antara Ownst dan MKTBKA dan MKTBKE adalah

signifikan. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan MKTBKA dan MKTBKE cenderung semakin besar kepemilikan publik pada perusahaan tersebut.

Tabel 4.2

Pearson Correlation Coefficient

	MKTBKA	MKTBKE	P/E	LMCAP	OFF	OWNST
MKTBKA	1.000					
MKTBKE	0.000**	1.000				
P/E	0.570	0.588	1.000			
LMCAP	0.081	0.088	0.760	1.000		
OFF	0.888	0.857	0.764	0.911	1.000	
OWNST	0.046*	0.039*	0.487	0.270	0.825	1.000

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

Sumber : Lampiran 1 dan lampiran 2

4.2 Penyeleksian Sampel berdasarkan nilai *Investment Opportunity Set* (Analisis Faktor)

Gaver & Gaver (1993) menyatakan bahwa masing-masing ukuran *Investment Opportunity Set* kemungkinan tidak sempurna sehingga diperlukan analisis faktor untuk mengekstraksi ukuran-ukuran individual *Investment Opportunity Set*. Prosedur analisis faktor digunakan untuk menyeleksi perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh. Prosedur ini digunakan karena dapat mengidentifikasi dimensi-dimensi laten atau membentuk representasi atas variabel-variabel asli (Hair dkk, 1995)

Tabel 4.3

Analisis Faktor

Panel A	<i>Communalities</i> nilai-nilai <i>Investment Opportunity Set</i>		
	MKTBKA	MKTBKE	P/E
	0.999	0.999	1
Panel B	<i>Eigenvalues</i> nilai-nilai <i>Investment Opportunity Set</i>		
	Faktor 1	Faktor 2	Faktor 3
	67.037%	32.908%	5.457E-02%
	(2,001)	(0,987)	(1,637E-03)
Panel C	<i>Pairwise Correlations</i>		
	MKTBKA	MKTBKE	P/E
	0.997	0.996	0.158

Sumber : Lampiran 3 dan 4

Tabel 4.3 menunjukkan hasil *common factor analysis* terhadap tiga proksi *Investment Opportunity Set*. *Common factor analysis* adalah model faktor yang didasarkan pada suatu pengurangan *matrik korelasi*. *Communality* adalah jumlah varian variabel-variabel asli yang terbagi pada semua variabel yang termasuk dalam analisis (Hair dkk, 1995). Panel A menunjukkan nilai *communalities Investment Opportunity Set* individu, nilai tersebut digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas variabel-variabel asli. Panel B berisi persentase total *varians* yang dijelaskan oleh masing-masing faktor ekstraksi (*extrated factors*). Faktor ekstraksi pertama mampu menjelaskan sebesar 67.04%. Disamping itu hanya faktor ekstraksi pertama yang mempunyai *eigenvalues* lebih dari satu. Faktor yang lain tidak

dipertahankan karena kurang dari satu. Hal ini sesuai dengan *the rule of thumb* bahwa jumlah faktor yang digunakan sebagai variabel representasi adalah sebanyak faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama atau lebih dari satu (Hair dkk, 1995). Jadi dalam penelitian ini faktor 1 yang mampu menjelaskan hubungan timbal balik antar proksi *Investment Opportunity Set*.

Penentuan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh berdasarkan pada nilai *Investment Opportunity Set* melebihi nilai mediannya atau lebih kecil. Kategori perusahaan tumbuh jika nilai *Investment Opportunity Set* melebihi median yaitu sebesar 0.9853850, jika kurang termasuk kategori perusahaan tidak tumbuh. Dari 50 perusahaan sampel 25 perusahaan termasuk kategori perusahaan tumbuh dan 25 perusahaan tidak tumbuh.

4.3 Uji Asumsi Klasik

(1) Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen).

Tabel 4.4

Uji Multikolinearitas – Tolerance Dan VIF

Variabel Independen	Pengungkapan	
	<i>Colinearity Statistic</i>	
	<i>Tolerance</i>	VIF
A_Faktor	0,599	1,668
LnImcap	0,609	1,642
Ownst	0,975	1,025
Off	0,951	1,668

Sumber : Lampiran 6

Tabel 4.5

Uji Multikolinearitas – Coefficient Correlations

	A_faktor	Ownst	Off	Lnlmcap
A_faktor	1,000	-0,022	0,221	-0,613
Ownst	-0,022	1,000	-0,020	0,135
Off	0,221	-0,020	1,000	-0,127
Lnlmcap	-0,613	0,135	-0,127	1,000

Sumber : Lampiran 6

Tabel 4.4 dan tabel 4.5 menyajikan ringkasan hasil uji multikolinearitas antar variabel independen. Hasil perhitungan nilai tolerance menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 10% yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Demikian juga nilai VIF menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Hasil besaran korelasi antar variabel independen terlihat hanya variabel A_faktor dengan ukuran perusahaan (Lnlmcap) mempunyai korelasi yang cukup tinggi yaitu sebesar $-0,613$ atau sekitar 61,3%. Namun nilainya masih dibawah 90%, jadi dapat disimpulkan tidak ada multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi

(2) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan periode $t-1$ (sebelumnya). Untuk mengetahui ada autokorelasi atau tidak dapat dilihat nilai *Durbin Watson* pada tabel 4.6, ditunjukkan nilai *Durbin Watson* sebesar 1,729. Nilai *Durbin Watson* tersebut diatas nilai $du = 1,72$ sehingga dalam model regresi ini

tidak didapatkan autokorelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya)

Tabel 4.6

Nilai *Durbin-Watson*

Model Summary						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson	
1	,376	,142	,060	,28477	1,729	

a Predictors: (Constant), A_FAKTOR, OWNST, OFF, LNLMCAP

b Dependent Variable: LNPGKPN

Sumber : Lampiran 5

(3) Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Berdasarkan hasil grafik *scatterplot* antara SREZID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi dan sumbu X adalah residual (Y prediksi dengan Y sesungguhnya) yang telah *distudentized* memperlihatkan titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 atau sumbu Y. Hasil ini diperkuat dengan uji park yang menunjukkan tidak ada yang signifikan.

4.5. Uji Normalitas Data

Pengujian normalitas dan homogenitas data dilakukan sebelum melakukan pengujian hipotesis dua dan tiga. Pengujian normalitas data dengan menggunakan uji *kolmogorov-smirnov*. Pengujian homogenitas data dengan menggunakan *Levene's test for quality of variance*. Uji normalitas dan homogenitas menggunakan tingkat signifikansi 0.05. Tabel 4.8 memperlihatkan hasil pengujian normalitas dan homogenitas data untuk masing-masing hipotesis.

Tabel 4.8

Hasil Uji Normalitas Dan Homogenitas Data

VARIABEL	KETERANGAN	DISTRIBUSI
Book debt/equity	$0.000 < 0.05$	Tidak Normal
	$0.095 > 0.05$	Homogen
Market debt / equity	$0.000 < 0.05$	Tidak normal
	$0.000 < 0.05$	Tidak Homogen
Deviden Pay out	$0.000 < 0.05$	Tidak Normal
	$0.000 < 0.05$	Tidak Homogen
Deviden Yield	$0.000 < 0.05$	Tidak Normal
	$0.016 < 0.05$	Tidak Homogen

Sumber : Lampiran 10,11

4.6. Pengujian Hipotesis Dua dan Pembahasan

Hipotesis dua menguji hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan pendanaan. Kebijakan pendanaan memiliki dua tolok ukur yaitu book

debt/equity dan *market debt/equity*. Dari hasil uji normalitas dan homogenitas data (tabel 4.8) menunjukkan hasil yang tidak normal dan homogen untuk *book debt/equity*. Sedangkan untuk variabel *market debt/equity* menunjukkan hasil yang tidak normal dan tidak homogen. Berdasarkan hasil pengujian normalitas dan homogenitas data untuk pengujian hipotesis dua dilakukan uji non parametrik yaitu *U Mann-Whitney*. Hasil pengujian *U Mann-Whitney* terdapat dalam tabel 4. 9

Tabel 4.9

Hasil Uji U Mann-Whitney Atas Kebijakan Pendanaan

Variabel	Kategori	N	Mean Rank	Sum of Ranks	2-tailed	Keterangan	Populasi
Book Debt/Equity	Tumbuh	25	23,7	592,5	0,382	p>0,05	tidak berbeda
	Tdk Tumbuh	25	27,3	682,5			
Market Debt/Equity	Tumbuh	25	15,52	388	0,000	p<0,05	berbeda
	Tidak Tumbuh	25	35,48	887			

Sumber : Lampiran 14, 15

Dalam uji beda rata-rata non parametrik untuk tolok ukur *Book Debt/Equity* (tabel 4.9) nilai signifikansi dua arah sebesar $0.382 > 0.05$. Sehingga tidak terjadi perbedaan dan secara statistik tidak signifikan. Nilai mean rank dan sum of ranks dari variabel *Book Debt/Equity* untuk perusahaan tumbuh nilainya lebih kecil daripada perusahaan tidak tumbuh. Hasil penelitian ini menolak hipotesis alternatif dua yang mensyaratkan bahwa perusahaan tumbuh mempunyai *Debt to Equity* lebih kecil daripada perusahaan tidak tumbuh.

Dalam uji beda rata-rata non parametrik untuk tolok ukur *Market Debt/Equity* nilai signifikansi dua arah sebesar $0.000 < 0.05$, terjadi perbedaan yang secara statistik signifikan. Nilai *mean rank* dan *sum of ranks* dari variabel *market debt/equity* untuk perusahaan yang tumbuh nilainya lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Berarti bahwa perusahaan tumbuh mempunyai kebijakan pendanaan yang lebih kecil dibandingkan perusahaan tidak tumbuh. Hasil penelitian untuk tolok ukur *market debt/equity* menerima hipotesis alternatif yang berbunyi perusahaan tumbuh mempunyai *debt to equity* lebih kecil daripada perusahaan tidak tumbuh.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *market debt/equity* rasio perusahaan tumbuh lebih rendah secara signifikan daripada perusahaan tidak tumbuh. Dengan mendasarkan pada *market debt/equity* rasio tersebut menunjukkan bahwa perusahaan tumbuh memiliki jumlah hutang yang lebih rendah secara signifikan dalam struktur modal mereka. Hal ini mendukung temuan Gaver & Gaver (1993), Kallapur & Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya kusuma (2000), Tettet Fijrianti dan Jogiyanto Hartono (2000), Adi Prasetyo (2000) dan Yetti Iswahyuni (2001). Hasil yang berbeda antara *market debt/equity* dengan *book debt equity* karena penilaian pasar lebih obyektif dibandingkan penilaian menurut nilai buku, selain itu nilai buku asset dicurigai telah dimanipulasi oleh pihak manajemen (Untung Afandi dan Sidharta, 1998). Hasil pengujian hipotesis alternatif dua ini mendukung teori biaya kontrak yang berasumsi bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal (manajer dengan shareholder)

4.7 Pengujian Hipotesis Tiga dan Pembahasan

Hipotesis tiga menguji hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan deviden. Tolok ukur kebijakan deviden ada dua hal yaitu *dividen payout* dan *dividen yield*. Hasil uji normalitas dan homogenitas data menunjukkan hasil yang tidak normal dan tidak homogen untuk kedua tolak ukur kebijakan deviden (*dividen payout* dan *dividen yield*). Pengujian untuk hipotesis tiga juga menggunakan uji beda rata-rata non parametrik yaitu uji *U Mann Whitney*. Untuk tolak ukur *dividen payout*, nilai *mean rank* dan *sum of ranks* untuk perusahaan tumbuh nilainya lebih besar dibandingkan perusahaan tidak tumbuh (lihat tabel 4.10).

Tabel 4. 10

Hasil Uji U Mann-Whitney Atas Kebijakan Deviden

Variabel	Kategori Perusahaan	N	Mean Rank	Sum of Ranks	2-tailed	Keterangan	Populasi
Deviden Payout	Tumbuh	25	27,12	678	0,285	p>0,05	tidak berbeda
	Tdk Tumbuh	25	22,79	547			
Deviden Yield	Tumbuh	25	26,7	667,5	0,557	p>0,05	tidak berbeda
	Tidak Tumbuh	25	24,3	607,5			

Sumber : Lampiran 16,17

Demikian juga untuk tolak ukur *dividen yield*, nilai *mean rank* dan *sum of ranks* untuk perusahaan tumbuh nilainya lebih besar dibandingkan dengan perusahaan tidak tumbuh. Hasil pengujian hipotesis tiga menerima hipotesis nol dan menolak hipotesis alternatif tiga. Sehingga hipotesis tiga menerima hipotesis nol

yang berbunyi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi mempunyai kebijakan membayar deviden dalam jumlah yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah.

Hasil penelitian ini berarti sama dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Hamid Habbe dan Jogyanto Hartono (2000), Yetti Iswahyuni (2001). Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijrianti dan Jogyanto Hartono (2000). Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan tumbuh lebih menganut teori *signaling* dibanding teori *contracting*. Dengan harapan jika dapat memberikan deviden yang lebih tinggi mampu menarik investor untuk menanamkan modalnya, karena mampu memberikan deviden yang lebih tinggi. Namun perusahaan tumbuh maupun tidak tumbuh sama-sama mempunyai *free cash flow* yang rendah, karena dananya dialokasikan untuk investasi perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah keputusan untuk memberikan informasi sukarela mengenai prospek perusahaan di masa mendatang dicerminkan oleh *investment opportunity set* perusahaan. Serta menguji perbedaan pengambilan kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden pada perusahaan tumbuh dengan perusahaan tidak tumbuh. Dirumuskan tiga hipotesis dalam penelitian ini. Hipotesis satu menguji hubungan pengungkapan informasi mendatang dengan kategori perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dan variabel kontrol ukuran perusahaan, pengeluaran saham baru, kepemilikan saham oleh publik. Dengan cara meregresikan pengungkapan informasi mendatang dengan *investment opportunity set* dan variabel kontrol.

Hipotesis satu berasumsi bahwa pada kategori perusahaan tumbuh biaya agensi yang berhubungan dengan konflik manajer dengan shareholder lebih besar daripada perusahaan dengan kategori tidak tumbuh. Dimana keputusan operasional masa depan sangat dibatasi oleh asset yang digunakan perusahaan. Akibatnya manajer-manajer pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi seharusnya memiliki insentif untuk membuat pernyataan mengenai prospek perusahaan mendatang dalam rangka menjalankan strategi khusus sehingga meminimalkan biaya agensi. Hasil pengujian hipotesis satu mengindikasikan bahwa

keputusan untuk mengungkapkan informasi mendatang tidak berhubungan dengan peluang pertumbuhan suatu perusahaan. Hasil pengujian hipotesis tersebut menolak hipotesis alternatif pertama karena nilai R^2 -nya yang rendah mengindikasikan bahwa perusahaan tumbuh belum tentu mengungkapkan informasi mendatang yang lebih tinggi daripada kategori perusahaan tidak tumbuh.

Hipotesis dua menguji hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan pendanaan. Tolok ukur kebijakan pendanaan ada dua yaitu *book debt/equity* dan *market debt/equity*. Hasil hipotesis dua menunjukkan secara signifikan menerima hipotesis dua berdasarkan tolak ukur *market debt/equity*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *market debt/equity* rasio perusahaan tumbuh lebih rendah secara signifikan daripada perusahaan tidak tumbuh. Penilaian berdasarkan *market debt/equity* lebih dapat dipertanggungjawabkan karena hasil penilaian masyarakat umum. Namun untuk *book debt/equity* dikhawatirkan ada campur tangan manajemen.

Hipotesis tiga menguji hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan deviden. Tolok ukur kebijakan deviden ada dua yaitu *dividen payout* dan *dividen yield*. Hasil pengujian hipotesis tiga menunjukkan bahwa secara signifikan menolak hipotesis dua. Hal ini berarti tidak ada perbedaan yang mencolok antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Alasannya perusahaan lebih memilih *signalling theory* daripada *contracting theory* sehingga deviden yang dibayarkan relatif sama. Hasil uji non parametrik *U Mann Whitney* menunjukkan perusahaan tumbuh nilai *mean rank* dan *sum of ranks* lebih besar daripada perusahaan tidak tumbuh, namun selisihnya yang tidak terlalu mencolok dapat dikatakan tidak ada perbedaan. Alasan lainnya masing-masing perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh

mengalami kesulitan menyediakan *free cash flow* untuk membayar deviden yang berbeda (Hamid Habbe dan Jogiyanto Hartono, 2000)

5.2 Keterbatasan Penelitian

Dalam penyusunan penelitian ini penelitian menyadari adanya keterbatasan-keterbatasan, antara lain :

- 1 Sampel yang diukur terlalu kecil hanya 50 perusahaan menyebabkan pengujian statistiknya kurang memiliki kekuatan penjelas. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Gaver & Gaver (1999) menggunakan sampel sebanyak 574 perusahaan, Skinner (1993) menggunakan sampel sebanyak 357 perusahaan. Hal ini terkait dengan ketersediaan sampel data yang memenuhi syarat untuk diuji yang ada di Indonesia.
- 2 Teori yang mendukung *investment opportunity set* masih sulit diperoleh yang membahas *investment opportunity set* secara detail.
- 3 Perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung mengungkapkan informasi yang berorientasi mendatang melalui media lain yang lebih cepat tidak melalui *annual report*, karena lebih mudah diterima umum. Hanya sebagian kecil saja perusahaan yang mencantumkan kembali informasi propek mendatang secara detail pada *annual report*. Disamping itu informasi prospek mendatang kurang mampu memonitor perusahaan dengan kategori tumbuh, karena pengungkapan informasi mendatang tidak mampu mengungkapkan kekurangan manajerial. Untuk memonitor perusahaan dengan kategori tumbuh sebaiknya dipimpin direktur dari luar

manajemen untuk mengurangi perbedaan insentif manajer dan *shareholder*.

- 4 Hasil temuan penelitian yang berlawanan secara konsisten terjadi antara variabel kebijakan pendanaan dan deviden yang diukur dengan nilai buku dan nilai pasar. Sehingga untuk penelitian selanjutnya perlu eksplorasi lebih mengenai proksi-proksi *investment opportunity set*.

5.3 Saran-saran untuk penelitian selanjutnya.

Saran-saran yang dapat penulis berikan untuk penelitian selanjutnya, antara lain :

- 1 Menambah jumlah sampel penelitian jika tahun-tahun mendatang perusahaan-perusahaan di Indonesia lebih berkembang dalam melaporkan informasi perusahaan dengan lebih lengkap.
- 2 Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mencari literatur dari luar yang lebih lengkap lagi mengingat masih jarang penelitian mengenai *investment opportunity set* di Indonesia.
- 3 Penelitian selanjutnya perlu eksplorasi lebih mengenai proksi-proksi *investment opportunity set* lainnya yang mungkin lebih tepat karena belum adanya kesepakatan mengenai proksi yang paling tepat merepresentasikan *investment opportunity set*.

DAFTAR PUSTAKA

- Adi Prasetyo. 2000. "Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Deviden, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta." *Simposium Nasional Akuntansi III*. pp. 878-905
- Anderson, D.Francis, J.R. and Stokes, D.J. 1993. Auditing, directorships and the demand for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 12(4), 353-375
- Anis Chariri dan Imam Ghozali. 2000. *Teori Akuntansi*. Edisi Pertama. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang
- Chung, K.H and Charoenwong, C. 1991. Investment options, assets in place and the risk of Stocks. *Financial Management*, Vol.20, 21-33
- Clarkson, P., Kao, J.L., and Richardson, G. D. 1994. The Voluntary inclusion of forecasts in the MD & A section of Annual Reports. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11(1), 1-30
- Collins, D. And Khotari, S.P. 1989. An analysis of the inter-temporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, Vol . 11, pp.143-181
- Darrough, M. and Stoughton, N. 1990. Financial Disclosure policy in an entry game. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, 219-243
- Dye, R. 1985. Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, Vol. 23(1), 123-145
- Fama, Eugene, F. (1991), "Efficient Capital Markets: II", *Journal of Finance*, 46 (4): 1575 – 1617
- Fama, E and Jensen, M.1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 25, 301-325
- Forum For Corporate Governance in Indonesia. 2001. Corporate Governance. <http://www.fcgi.or.id>
- Gaver, J.J and Gaver, K.M.1993. Additional Evidence on the Association between the investment opportunity set and Corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16(1-3), 127-160
- Gibbins, M., Richardson, A., and Waterhouse, J. 1990. The Management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies, and process. *Journal of Accounting Research*, Vol. 28 (1), 121-143

- Grosman, S. 1981. The role of warranties and private disclosure about product quality. *Journal of Law and Economics*, Vol. 23, 461-483
- Hair, J.F., Jr., Rolph, E.A., Romald, L.T., dan William, G.B. (1995). *Multivariate Data Analysis with Reading*, Ed. 4, New Jersey: Prentice-Hall International, Inc.
- Hartono, Jogiyanto (1998). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE
- Holthausen, R.W. 1990. Accounting method choice: Opportunistic behaviour, efficient contracting, and information perspective. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, 207-218
- Imam Ghozali (2001). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma. 2000. "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan kebijakan Pendanaan dan Deviden Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham." *Simposium Nasional Akuntansi III*. pp. 820-850
- Imam Subekti dan MAF Suprapti (2002). Asosiasi antara Potensi Pertumbuhan Perusahaan dengan Volume Perdagangan Saham dan Asimetri Informasi. *Simposium Nasional Akuntansi V*. pp 356-371
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley (1999). The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Bussiness Finance and Accounting*, 505-519
- Lang, M and Ludhlom, R. 1993. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, Vol. 19 (Suppl.), 50-77
- Leftwich, R.W., Watts, R.L. and Zimmerman, J.L. 1981. Voluntary Corporate Disclosure: The Case of interim reporting. *Journal of Accounting Research*, Vol. 19 (Suppl.), 50-77
- Lev, B., and Penman, S. 1990. Voluntary forecast disclosure, nondisclosure and stock prices. *Journal of Accounting Research*, Vol. 28(1), 49-76
- Long, M. and Malitz, I. 1985. The Investment-Financing nexus: Some empirical evidence. *Mindland Corporate Finance Journal*, Vol. 3, 53-59
- Malone, D., Fries, C. And Jones, T. 1993. An Empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 8, 249-279

- McKinnon, J. And Dalimunthe, L. 1993. Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies. *Accounting and Finance*, Vol. 33, 33-50
- Nor Hadi dan Arifin Sabeni. 2002. Analisa Faktor-faktor yang mempengaruhi luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan perusahaan go publik di bursa efek Jakarta. *Jurnal Maksi*, Vol. 1, Agustus.
- Nur Indrianto dan Bambang Supomo (1999). *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*. Edisi Pertama. Yogyakarta. BPFE
- Ruland, W., Tung, S. and George, N.E. 1990. Factors associated with the disclosure of managers' forecast. *The Accounting Review*, Vol. 65 (3), 710-721
- Skinner, D.J. 1993. The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice – Preliminary evidence. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, 407-445
- Smith Jr., Clifford W. dan Ross L. Watts (1992). *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*. *Journal of Financial Economics*, 263-192.
- Steven F Cahan dan Mahmud Hosain (1995). The Investment Opportunity Set and Disclosure Policy Choice: Some Malaysian Evidence. *Discussion Paper*, No. 95.5
- Tettet Fijriyanti dan Jogiyanto Hartono. 2000. "Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen." *Symposium Nasional Akuntansi III*. pp. 851-877
- Verrechia, R. 1983. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. (5)3, 179-194
- Watts, R. L. and Zimmerman, J. L. 1990. *Positive Accounting Theory: A ten year perspective*. *The Accounting Review*, Vol. 65 (1), 131-165
- Wong, J. 1994. *The Investment Opportunity Set and Acquired goodwill*. Working Paper. The University of Auckland.
- Wuryan Andayani. 2002. Set Kesempatan Investasi, Teori Kontrak dan Teori Sinyal : Perspektif Teori Akuntansi Positif. *Media Akuntansi*. Edisi 27/Juli-Agustus. pp 60-64
- Yeti Iswahyuni. 2001. *Analisis Perbedaan Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh dengan Kebijakan Pendanaan, Dividen, Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan Pada Bursa Efek Jakarta dengan Pendekatan Asosiasi Proksi Investment Opportunity Set (IOS)*. Tesis Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan)

Item-item Pengungkapan Informasi Prospektif pada Laporan Tahunan Perusahaan

1. Future Growth in Output (volume) - firm specific
2. Sales Forecast – descriptive
3. Sales Forecast – quantitative
4. Future Growth rate of market share
5. General Economic Factors affecting future business
6. Future Business activity by operations
7. Profit forecast – qualitative
8. Profit forecast – quantitative
9. Description of capital projects committed
10. Committed expenditure for capital projects
11. Cash flow forecast – qualitative
12. Cash flow forecast – quantitative
13. Order book or backlog
14. Discussion of future industry trend
15. Political factors affecting future business
16. Technological factors affecting future business
17. Description of future R&D activities
18. Forecast of R&D expenditure

Sumber : Cahan dan Hosain (1995)